

备忘录： 致橡树资本（Oaktree）客户

发信人： 霍华德·马克斯（Howard Marks）

主题： 信用探秘

我常从客户提出的问题中即时了解他们的想法。在过去十年的不同时点，最常被问及的问题就是“美联储何时会加息/降息？”在危机期间，人们通常会问“我们目前处在什么阶段？”有一两年，我常被问到“能否谈谈私募信用？”而过去几个月，问题变成了“息差的情况如何？”

自 2022 年利率从低位回升以来，人们对信用的兴趣日渐浓厚，这是我在本备忘录中专门探讨这一主题的原因。与以往的备忘录相比，这篇似乎有点儿“自我营销”的嫌疑，但即便如此，我认为这个主题仍值得这样做。我的大部分讨论将围绕高收益债券展开，因为我在这个领域经验最丰富，数据也最多，而且其固定的票面利率使得解释最为直观。但我提出的观点适用于整个信用领域。

在正式进入主题前，我想先说明一件事。**当人们让我谈谈私募信用时，我总是回答：“不如让我们先从信用说起？”**我认为投资者没有理由直接跳过公开信用工具而直奔私募信用。因此，我将在本备忘录中对这两者进行讨论。

去年是信用市场表现出色的一年，ICE 美银美国高收益债券指数 8.2% 的回报率就说明了这一点。2023 年的业绩表现更为出色，其基准回报率为 13.5%。推动这些回报的驱动因素是什么？它们对信用板块有何影响？

背景

众所周知，在我曾多次讨论的低利率时期（2009-2021 年），信用工具的承诺收益率非常低。2022 年初，在美联储启动加息计划前，高收益债券收益率在 4% 左右，而新发行的债券收益率则是 3% 左右，还有一只债券在发行时的收益率甚至在 2% 左右！我认为当时橡树资本面临的挑战是“如何在低回报环境下进行投资”。超低的债券收益率对大多数机构投资者而言无利可图，因此许多机构逐渐退出了在固定收益板块的投资。然而，私募信用却吸引了大量投资者，其收益率为 6% 左右，且通过杠杆操作后甚至可提升至 9% 左右。

2022 年，由于投资者担心美联储的加息会引发经济衰退，高收益债券的平均价格包含了超过 4% 的收益率利差作为风险保护，使得整体收益率达到约 9.5%。我当时认为，这些承诺的回报（一）绝对值较高，（二）由于其契约性质而相对安全，以及（三）远超大多数机构投资者的目标回报。鉴于这些原因，我主张信用应在投资组合中占有较大比重。

仅这些高个位数的收益率，就足以让持有人获得稳健回报。然而，投资者开始买入是因为他们看到了信用投资中的良好价值，并且预期降息会使高息债券更具吸引力。随着时间的推移，投资者

对潜在经济衰退的担忧也逐渐减弱，这导致他们对于通过信用息差获得强有力风险保护的需求也有所减少。需求的增加、利率的降低以及对通过高息差获得风险保护的需求减少，这些因素形成了价格上涨的“完美公式”，而这种情况也确实发生了。这使得债券的总回报超过了承诺收益率，因此高收益债券市场在 2023-2024 年两年期间实现了 10.8% 的年化回报率。

当然，价格上涨的另一面是预期回报的下降。由于上述发展情况，目前高收益债券的平均到期收益率已从 9.5% 下降至略高于 7% 的水平。正如恐慌情绪和风险规避情绪上升会给投资带来更高的预期回报一样，乐观情绪和风险承受能力上升则会导致预期回报降低，同时伴随着收益率息差收窄。（收益率下降还归因于基准利率下调 100 个基点。）

何谓收益率息差？

当有很多安全的借款人时，为什么还有人愿意借钱给高风险借款人呢？答案是，高风险借款人会为他们资金支付更高的成本，如果能向高风险借款人收取足够高的利率，使得即使扣除预期信用损失后，回报仍高于安全债务的回报，承担风险也是值得的。这正是迈克尔·米尔肯（Michael Milken）在 70 年代末推广高收益债券的理论基础，也是我职业生涯的基石。

高风险债务的承诺收益率与同类低风险的收益率之间的差额被称为“收益率息差”、“信用息差”或简称为“息差”。它也被称为“风险溢价”，而这正是它的本质：接受增量违约风险而获得的增量回报。因此，它相当于保险收取的保费：投保人为让汽车保险公司承担他们的汽车碰撞风险所支付的费用。

收益率息差的波动主要取决于违约趋势和投资者对违约的心理预期。当更多公司违约且投资者预计未来违约率将上升时，他们会要求通过更大的息差来获得更多的保护。当投资者对借款人的信用状况持乐观态度时，他们对息差的要求会降低。因此，息差是衡量投资者心理的良好晴雨表，或“恐慌指标”。值得注意的是一个显而易见的事实：息差并不能告诉投资者实际的违约率是多少，尽管有些人错误地这么认为。它表现的是投资者认为违约率是多少。深思熟虑的投资者必须根据现实情况来评估这种观点的表达，并评估投资者是否过于乐观或过于悲观。

目前的收益率息差是否足够？

这就是今天的问题。假设高收益债券的收益率为 8%，而相同期限的国债的收益率为 5%，则收益率息差为 3%，即 300 个基点。哪个更划算？这一切都取决于违约的可能性。如果高收益债券每年违约的概率为 4%，且在违约时可能会损失四分之三的资金，那么对应的预期年度信用损失为 3%（ $4\% \times 75\%$ ）。如果这些估计是准确的，那么投资者应对这两者持中立态度。或者（假设违约时的损失比例保持 75% 不变），如果高收益债券的违约可能性超过 4%，投资者应偏好国债；如果高收益债券的违约可能性低于 4%，则应偏好高收益债券。

当我管理高收益债券时，我认为息差的正常范围在 350 至 550 个基点之间。最近，我认为该范围已调整为 400 至 600 个基点。然而，如今收益率息差约为 290 个基点，是自 1977-78 年开始发行

高收益债券有记录以来最窄的息差之一。这是否意味着投资者目前不应持有高收益债券？这就是当人们问我“我们可以讨论息差吗？”时，他们真正的意思。

必须注意的是，上述“正常”息差已被证明是绰绰有余的。我们之所以知道这一点，是因为即使考虑到违约和信用损失，未主动管理的高收益债券指数的表现也大幅跑赢无风险国债。巴克莱的数据显示，从 1986 年至 2024 年，即橡树资本业绩记录涵盖的 39 年期间，高收益债券的年化回报率为 7.83%，而 10 年期国债的年化回报率为 5.14%。**高收益债券平均每年给投资者带来的回报比国债高 269 个基点，这一事实告诉我们，历史息差足以抵消信用损失。因此，历史息差不一定是充足性的标准，即使息差低于历史平均水平，投资者也可能明智地选择高收益债券而非国债。**

因此，关键问题不在于目前息差是否处于历史低位。而是目前息差是否足以抵消未来可能发生的信用损失。这让我们回到上文三段讨论的计算。在橡树资本从 1986 年到 2024 年的 39 年高收益债券投资记录中，高收益债券领域的平均违约率为 3.5%，而违约的债券使投资者损失了其所投资资金的约三分之二，这意味着年度信用损失约为 230 个基点（3.5%的三分之二）。这表明，目前历史上较窄的息差（约 290 个基点）足以抵消过往发生的违约。然而，在将其接受为有关该主题的适当结论之前，还需要考虑以下几点：

- **3.5%的平均违约率高估了典型情况下的实际违约率。**3.5%的平均违约率远高于正常水平。在橡树资本 39 年的业绩记录中，只有 14 年的信用违约率达到或超过 3.5%，而有 25 年的违约率低于 3.5%。平均违约率被 1990-91 年和 2001-02 年危机期间双位数的违约率拉高了。如果剔除这四年（以及违约率 1.0%或更低的 4 个最佳年份），剩余 31 年的平均违约率仅为 3.0%。此外，39 年的违约率中位数（年度观察值的中点）甚至更低，仅为 2.7%。
- **历史违约率可能对未来不具参考性。**在 2008-09 年全球金融危机和 2020 年的新冠疫情中，各国央行和国家财政部表明，他们已开发出应对经济衰退和信用紧缩的工具。因此，尽管从宏观角度来看，全球金融危机和新冠疫情的严重性更高，但与这些事件相关的违约率远低于之前危机时的违约率。**因此，可以说宏观环境已变得更加安全，这意味着历史息差不再适用。**
- **高收益债券的平均信用评级（所谓的质量指标）已大幅上升。**主要是因为如今公司不再那么关心评级，大量投资级 BBB 级公司选择增加杠杆，并允许其评级下滑至 BB 级，即高收益债券领域的上限。下表显示过去 25 年高收益债券评级状况的变化：

	<u>1999 年 12 月 31 日</u>	<u>2024 年 12 月 31 日</u>
BB	32.7%	52.6%
B	54.6	33.7
CCC 及以下	12.7	13.7

来自 ICE 的数据

巴克莱的研究表明，由于目前高收益债券的平均信用质量较高，因此当前的平均收益率息差为每单位信用风险提供的补偿比 2007 年“历史最窄息差”时期更多。



- 主动型信用管理人努力减少（一）其投资组合违约的发生率和（二）违约时资本的损失比例。由于历史息差足以覆盖过往的平均信用损失，这意味着对于具有较高信用辨别能力的投资者来说，历史息差甚至提供了超额保护。对于能够通过主动管理减少信用损失的高收益债券管理人来说，息差更有可能足以抵消未来的信用损失。

出于上述所有原因以及另外一个原因，我认为对于息差处于历史低位的担忧被严重夸大了。我的补充观点是，息差扩大属短期现象，类似于股票波动。如果收益率息差扩大，导致要求的收益率上升，则会引发债券价格下跌。但价格下跌是暂时的，而每年都会获得更高的利息支付……然后债券最终会在到期时回归面值（假设并无违约）。

我与橡树资本的 Nicole Adrien 对于这一观点一起进行了一些研究。我们确定了常用的高收益债券基准指数的历史最低收益率息差，并分析了如果我们在那天买入债券，投资表现会如何。最低息差为 241 个基点，出现在 2007 年 6 月，即全球金融危机爆发前夕。以下是如果选择在当时投资高收益债券和一些比较指数的结果：

美国高收益债券息差创历史新低后，投资的年化回报率

	ICE 美银美国 高收益债券指数	ICE 美银美国 国债指数	彭博美国 综合指数
1 年	-1.13%	10.19%	7.54%
3 年	5.29	7.27	6.99
5 年	7.26	7.20	6.83
10 年	7.35	4.15	4.47
15 年	6.01	3.03	3.34

资料来源：ICE、彭博

注：美银美国高收益债券指数的期权调整价差（OAS）在 2007 年 6 月 1 日达到了历史最窄水平（241 个基点）。

高收益债券的一年期回报率毫不奇怪地表明，如果在某种风险资产最受欢迎时买入，随后立即遭遇世界上最严重的金融危机之一，那么初期的投资体验肯定欠佳。因此，在息差低点买入后的第一年，高收益债券的表现比国债低 11.3 个百分点，比美国综合债券指数低 8.7 个百分点。但请注意，由于利息收入，高收益债券投资者的损失仍然很小！（在橡树资本，我们称之为“票息的力量”。）

高收益债券在五年内未能跑赢国债和综合指数，但在 10 年和 15 年的投资周期中，尽管是在息差最不利的时机买入，高收益债券每年平均跑赢上述指数约 3 个百分点。当然，能够管理高收益债券违约风险的管理人还能获得更高的回报。如上述数据所示，窄息差时买入并不一定意味着中长期表现欠佳。

我的结论是——正如我对所有问我的人所说——您不能用息差来吃饭、消费或支付养老金福利。要实现上述目的，您需要回报。虽然必须评估息差以确保其足以抵消信用损失，但最终重要的是总回报。

契约回报率

如上所示，即使在息差处于历史低位的情况下，高收益债券仍能表现出色，投资者之所以能够忽视迄今为止的息差收窄，正如我所认为的那样，很大一部分原因在于债券回报的契约性质。您以给定的到期收益率买入债券，这可能包含了一个微薄的收益率息差。如果投资者后来决定要求增加违约保护，息差将会扩大，在其他条件相同的情况下，债券价格将会下降。但只要发行人按照承诺支付利息和本金，息差扩大导致的价格下跌只是暂时的影响。当债券到期按面值偿还时，无论期间价格如何波动，包括与息差扩大相关的价格下跌，您将获得预期的收益率。最重要的是，这一原则适用于所有债券：如果您持有至到期且债券按约定履约，您将获得预期的收益率。我曾写过许多关于该主题的文章，因此不再详细阐述（请参阅我的备忘录 [《关于资产配置的思考》](#)，2024 年 10 月），但我随时愿意进一步探讨。

（在债券专家对我进行严厉批评之前，我得承认前述内容并不完全准确。债券回报由三个部分组成，而非两个部分。每个人都知道利息支付和到期时价格回归面值这两个要素。但还有第三个要素：通过将每年的利息支付再投资所获得的利息，即“利息的利息”，由于长期复利的力量，这对 20 年期或 30 年期债券来说非常重要。标准到期收益率计算假设利息收入按照计算时（例如买入时）的实际收益率进行再投资，但这是一个简化的假设，实际情况可能有所不同。没有人希望自己持有的债券价格下跌。但事实上，如果债券价格下跌，收益率就会上升，这意味着收到的利息可以以高于预期的利率进行再投资。因此，令人惊讶的是，期限内价格下跌可提高持有债券至到期时所获得的整体回报。）

私募信用的情况又如何呢？

这是除息差以外，当前的另一个常见问题。许多人对私募信用充满好奇，这让人不禁思考，为什么该行业能吸引如此强劲的资金流入。我的回应通常如下：

- **像其他任何事物一样，私募信用也有利弊。**最明显的优点是，为了弥补流动性的不足，私募信用提供比公开信用更高的收益率。第二个优点是，私募信用管理人能够提供杠杆资金（从而获得更高回报），而大多数公开信用基金则不具备这一特点。主要的缺点在于这些贷款缺乏市场，从而导致贷款流动性不足，且难以主动管理持仓。此外，由于没有市场，私募信用无法真正按市价计值。最后一个缺点是，私募信用投资的费用高于公开信用，通常还包括激励费用。
- **那么，缺乏按市价计值，以及由此导致的低波动性，又意味着什么呢？**认为私募贷款的价值不会波动显然是不现实的。但另一方面，似乎许多人认为不按市价计值是一个优势，因为他们可以报告他们的投资在困难的环境中并无大幅下跌。私募信用管理人应根据基本面对其持仓进行估值，但这显然比按市价计值波动性更小（也更不客观）。另一方面，公开

资产价格反映投资者心理的每一次起伏，这是否就是可取的呢？**不按市价计值可能不现实，但可能是受欢迎的。**（如果公开证券的投资者拒绝阅读报纸并将证券交易结算单扔进抽屉，他们可能会有同样的经历，但这种行为会被称为不负责任。）

- 对我来说，关于私募信用最重要的观察是，它主要是在 2011 年后，为了应对全球金融危机后银行贷款活动的减少，而兴起的。自此，经济经历了异常漫长的无衰退时期（如果不算 2020 年中期爆发并很快逆转的与新冠疫情相关的两个月衰退）。**用沃伦·巴菲特的话说，私募信用的潮流从未退去**，这意味着我们还没有机会看到它的缺陷。在我看来，主要的问题是，一些管理人急于吸纳资金并进行投资（以便筹集更多资金），以至于放松了信用标准，并且未能要求足够的安全边际。如果经济和市场再次陷入困难时期，我们将会看到结果。注意：这并不是对贷款本身的普遍担忧，只是对个别管理人行为的质疑。
- 与上述内容相关（以及由于缺乏按市价计值），**我们不知道如果困难的环境真的到来时会发生什么情况**。管理人能在多大程度上维持过高的估值？基金回报忽视基本面恶化是否合理？管理人能否通过延期还款和“拖延问题”来避免承认信用困难？能拖延多长时间？与此同时，基金投资者是否会受负面影响？由于私募信用管理人大多不受监管，真相会被揭露吗？揭露的又是哪一个真相？类似这些问题也只有当潮水退去时才能得到答案。
- **最后，我不认为私募信用代表了系统性风险**。自全球金融危机以来，人们一直在警惕系统性风险，陷入困境的银行将风险传导给其他银行，导致它们也陷入困境。我认为私募信用的风险不是系统性的，因为（一）私募贷款组合及其所有者的杠杆率远不及 2007-08 年银行的杠杆率，以及（二）不存在同等程度的相互间的关联或“交易对手风险”，因为持有人并无像银行在全球金融危机之前那样相互出售违约保护和其他形式的对冲。有些人认为，一些私募信用持有人拥有多层杠杆，这可能会在不利情形下增加相关风险，但我无从得知。

我的结论是，鉴于其优点，私募信用相对于公开信用的回报溢价似乎大致合理。额外回报是好事，但与缺乏流动性以及由此导致的难以主动管理持股的不利因素也是一个需要真正考虑的因素。在其他条件相同的情况下，我建议将两者结合。

信用与股票

早在今年一月，我就在备忘录 [《再议泡沫》](#) 中写到了股票估值，其中主要参考了标准普尔 500 指数。简单来说，根据过往数据，从当前类似的市盈率来看，标准普尔指数过往十年回报率平均处于每年 -2% 至 2% 之间，而一些投资银行也表达了类似的中低个位数的预期。显然，如今的信用预期回报率要高得多。

1 月 27 日，《华尔街日报》头版刊登了一篇文章，其中写道：“自互联网泡沫时代结束以来，至少从某种程度上看，股票从未显得如此缺乏吸引力。”这并不是指市盈率过高，而是指 10 年期美国国债收益率高于标准普尔 500 股票指数的“盈利收益率”。（盈利收益率是盈利与价格的比率，即市盈率的倒数。）这并不能证明未来几年债券市场将会跑赢股票市场，但这是其中的一个有力的论

据。如果国债收益率有望超过标准普尔 500 指数，那么高收益债券的收益率将会更高（假设信用损失不超过历史水平）。

正如我最近在其他备忘录中所写，当前信用的收益率水平意味着信用回报率高于标准普尔 500 指数，而且回报率是合同约定的，因此受波动性和不确定性的影响要小得多。尽管过去两年市场情绪从悲观转向乐观，导致回报率下降，且当前利差较窄，情况仍然如此。

* * *

结论是，即使在当前利差水平下，信用仍然比股票（以标准普尔 500 指数为代表）更具吸引力。如今，信用并不是免费的，但其提供了稳健的绝对回报，而且相对而言价格合理。尽管收益率息差较窄，但情况仍然如此。这些观察结果不仅限于高收益债券，也适用于优先债务、夹层债务、资产支持贷款、CLO 和私募放贷。

我们当然愿意在收益率更高、息差更宽的时候买入信用，而未来可能会有这样的机会……也可能没有。但这种偏好本身并不是目前不增加信用配置的理由。

2025 年 3 月 6 日

重要法律信息和披露事项

本材料表达作者截止至所示日期的观点，该等观点可能随时发生变化，恕不另行通知。橡树无责任或义务更新本材料所载信息。此外，橡树并未陈述过往投资表现是未来业绩的指标，阁下亦不得作出此等假设。实际上但凡有获利之机会，亦有损失之可能。

本材料仅供参考且不得被用于任何其他目的。本材料所载信息不构成亦不得被释为在任何司法管辖区要约提供咨询顾问服务或要约销售或招揽购买任何证券或相关金融工具。本材料所载部分涉及经济趋势和业绩的资料乃基于或取自独立第三方来源提供的资料。Oaktree Capital Management, L.P. (“橡树”) 相信取得资料的来源可靠，但无法保证该资料的准确性，也并未独立核实该资料或根据该资料作出的假设的准确性或完整性。

未经橡树事先书面同意，不得以任何方式复印、复制、重刊或发布本材料（包括本材料所载信息）的全部或任何部分。

在本材料或其部分内容为中文的范围内，该等中文译稿仅供参考，且若中文译稿和英文文稿之间存在任何差异，概以英文文稿为准。Oaktree Capital (Hong Kong) Limited 可提供本材料的英文文本。橡树、其联属公司或其各自的任何管理人员、合伙人、员工、关联方、股东或代理人均 (i) 不对本材料译稿的任何不准确、错误或遗漏之处承担任何责任，且 (ii) 无任何义务在发现译稿任何不准确、错误或遗漏之时通知任何收件人。

